

东方电气 (600875.SH) 电力设备

评级：买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

大单彰显实力；保障未来增长

事件

公司发布公告：近期签署了在火电出口、风电出口、核电等方面的三项重大合同。本次订单合计总金额约为 204 亿元人民币，约占公司 2009 年营业收入 61%；

评论

订单覆盖火电、风电和核电各领域，交付期将延伸至未来 4 年时间，战略意义大于中期业绩贡献：本次 204 亿订单包括对印度出口的 10 套 660MW 超临界燃煤电站机组成套设备的项目，合同金额 25 亿美元；对印度出口 166 台 1.5MW 直驱式风电设备供货合同，合同金额 2.03 亿美元；同时还有彭泽核电项目一期工程常规岛汽轮发电机组设备供货合同，金额约为 24 亿元人民币。这些订单执行和最后交付将延伸至 2013-2014 年。本次大订单使得公司在手订单提升了 13% 达到 1600 亿水平，对未来业绩增长提供保障。但是我们认为本次大单更大的意义在于给公司在下半年风电订单低于预期的情况下打了一剂强心针，再次显现了公司作为电力设备制造领军企业充分利用资源，多角度全方位地进行市场开拓的能力；

积极开拓火电出口市场，有效缓解国内火电产能过剩；印度火电出口将成为强劲增长点：本次披露中印度出口的 EPC 订单金额约为 25 亿美金，使得今年出口订单累计金额达到近 40 亿美金（包括越南和波黑的电站出口项目）。考虑到大多为 EPC 形式，实际设备出口额约在 20 亿美金数量级，但是出口订单占比总订单上升至 25% 左右，相比去年有近 6 个百分点的提升。我们认为印度、东南亚、东欧、中亚和非洲的需求将是中国火电设备制造对外输出的推动力量，将有效缓解国内火电过剩的局面。特别是印度人均装机水平只有世界水平的 1/8，仍有 4 亿人口缺电，未来装机容量的提升空间巨大，预计未来 10 年印度每年对火电新增需求量约在 15GW，年设备需求近 500 亿；

核电订单饱满，明年进入交货确认高峰，将带来销售规模和盈利水平的双双提升：根据我们测算，公司目前核电在手订单已经达到 450 亿（含税）。明年将迎来销售确认高峰。宁德 1 号堆、福清 1 号堆、红沿河 2 号堆、台山 1 号堆、福清 1 号堆和方家山 1 号堆等核岛和常规岛主设备订单明年都有望进入最终确认。预计明年销售收入将达到 100 亿，毛利率将提升至 21% 的水平，相比今年预测的收入 40 亿和毛利率 12% 将有大幅提升；

风电出口量价超越预期：本次印度风电出口订单为 166 台 1.5MW 直驱风机，为东方风电出口的最大一单。虽然公司在国内市场占有率居于第三位，但火电设备具有长期出口到印度的历史，树立了良好的品牌，为其风电出口奠定了坚实的市场基础，这是与公司同属于风电制造第一集团的其它两家整机企业所不具备的优势。从机型上来看，此次公司出口的为刚刚投入市场的直驱机型，具有独立的自主知识产权（这也是其能够出口的前提条件）。按照单位价格测算本次合同的单机含税价格约为 5500 元/千瓦，大大高出国内整机价格 35%。同时从印度本地整机制造竞争格局来看，缺乏专注于直驱机型的供应商，所以如果公司产品获得印度市场认可，将有可能具有一定持续性。我们认为出口印度将成为公司风电业务在国内竞争加剧的背景下的另一大增长动力；

投资建议

公司 2010-2012 的 EPS 为 1.19，1.50 和 1.77；当前股价对应摊薄后 31x10PE/24x11PE；我们认为公司是目前“三大动力”中转型最为成功的企业，在未来 10 年战略新能源发电大建设下具有战略配置价值，作为维持“买入”评级；

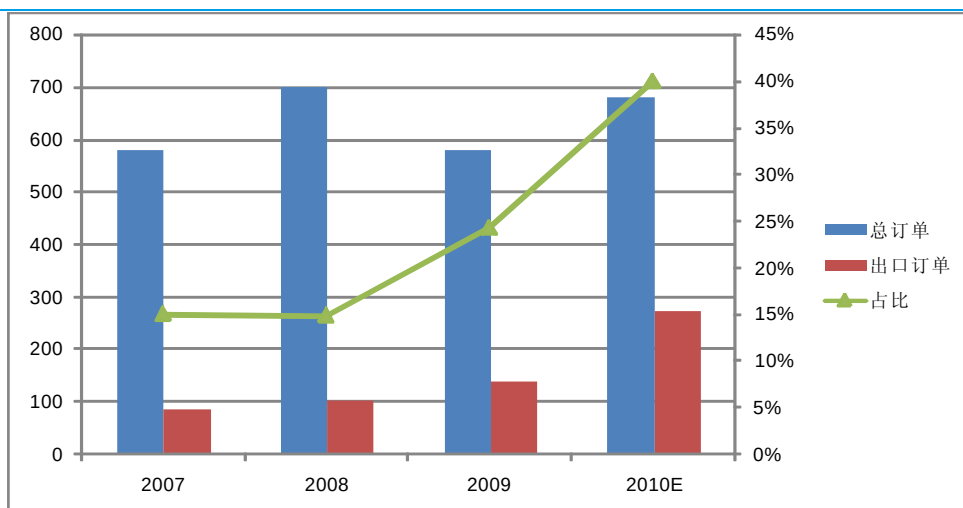
风险因素：关注整机质量问题；核电确认速度低于预期。

图表1：东方电气核电今年交付测算

时间	项目	设备类型	预计可以确认的设备	估计价值（亿元）
2010E	岭澳二期4号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	15
		常规岛	汽轮机，发电机	8
	红沿河 1号反应堆	核岛	稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	6
		常规岛	汽轮机，发电机	8
			其它	6
总计				~ 40
2011E	宁德 1号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	15
		常规岛	汽轮机，发电机	8
	福清 1号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	15
		常规岛	汽轮机，发电机	8
	红沿河 2号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	15
		常规岛	汽轮机，发电机	8
	台山 1号反应堆	常规岛分包	汽轮机，发电机	7
	福清 1号反应堆	核岛	反应堆压力容器	3
		常规岛	汽轮机，发电机	8
	方家山 1号反应堆	核岛	反应堆压力容器	3
		常规岛	汽轮机，发电机	8
总计				~ 100
2012E	宁德 2，3号反应堆	核岛	稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	14
		常规岛	汽轮机，发电机，MSR	22
	福清 2号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），稳压器，安注箱，硼注箱，核泵（4台）	15
		常规岛	汽轮机，发电机，MSR	11
	红沿河 3号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台），核泵（4台）	9
		常规岛	汽轮机，发电机，MSR	11
	台山 2号反应堆	核岛	反应堆压力容器，蒸汽发生器（3台）核泵（4台）分包	13
		常规岛分包	汽轮机，发电机	7
	防城港 1，2号反应堆	核岛	堆内构建	4
		常规岛	汽轮机，发电机	8
总计				~ 130

来源：国金证券研究所

图表2：出口订单和其占比比例



来源：国金证券研究所

图表3：三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	24,887	27,948	33,223	35,399	42,959	48,732
增长率		12.3%	18.9%	6.5%	21.4%	13.4%
主营业务成本	-20,089	-23,390	-27,511	-29,229	-35,675	-40,160
% 销售收入	80.7%	83.7%	82.8%	82.6%	83.0%	82.4%
毛利	4,798	4,558	5,712	6,170	7,284	8,572
% 销售收入	19.3%	16.3%	17.2%	17.4%	17.0%	17.6%
营业税金及附加	-58	-59	-75	-81	-99	-112
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-385	-464	-788	-814	-902	-975
% 销售收入	1.5%	1.7%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
管理费用	-1,659	-1,684	-2,261	-2,407	-2,878	-3,216
% 销售收入	6.7%	6.0%	6.8%	6.8%	6.7%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	2,695	2,351	2,589	2,867	3,405	4,269
% 销售收入	10.8%	8.4%	7.8%	8.1%	7.9%	8.8%
财务费用	45	-182	-135	178	232	263
% 销售收入	-0.2%	0.7%	0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-293	-618	-827	-206	-44	-34
公允价值变动收益	1	-1	2	0	0	0
投资收益	-24	-9	24	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,425	1,542	1,653	2,840	3,593	4,498
营业利润率	9.7%	5.5%	5.0%	8.0%	8.4%	9.2%
营业外收支	65	-1,468	-75	0	0	0
税前利润	2,490	73	1,577	2,840	3,593	4,498
利润率	10.0%	0.3%	4.7%	8.0%	8.4%	9.2%
所得税	-314	137	19	-426	-539	-900
所得税率	12.6%	-187.4%	-1.2%	15.0%	15.0%	20.0%
净利润	2,176	211	1,596	2,414	3,054	3,599
少数股东损益	187	35	24	37	46	55
归属于母公司的净利润	1,990	176	1,572	2,377	3,008	3,544
净利率	8.0%	0.6%	4.7%	6.7%	7.0%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,176	211	1,596	2,414	3,054	3,599
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	569	1,054	1,509	1,254	1,299	1,432
非经营收益	4	120	104	693	43	43
营运资金变动	-3,176	4,067	3,345	1,890	3,747	3,637
经营活动现金净流	-426	5,451	6,553	6,251	8,142	8,711
资本开支	-687	-1,983	-3,679	-1,911	-2,410	-1,910
投资	-1,175	1	-143	-1	0	0
其他	0	7	8	0	0	0
投资活动现金净流	-1,862	-1,975	-3,814	-1,912	-2,410	-1,910
股权募资	10	1,739	5,024	0	0	0
债权募资	393	85	-3,894	-454	0	1
其他	-177	-365	-824	-55	-4,050	-4,050
筹资活动现金净流	225	1,459	307	-509	-4,050	-4,049
现金净流量	-2,063	4,935	3,046	3,830	1,682	2,751

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5,020	11,449	14,925	18,755	20,437	23,188
应收账款	8,707	9,587	11,288	11,622	14,104	15,999
存货	13,526	21,498	28,579	26,426	31,276	34,108
其他流动资产	5,286	8,630	7,952	8,775	10,709	12,055
流动资产	32,540	51,165	62,745	65,578	76,526	85,350
% 总资产	89.5%	88.9%	86.0%	86.2%	86.8%	87.5%
长期投资	351	212	238	239	239	239
固定资产	2,819	4,839	8,479	9,475	10,743	11,350
% 总资产	7.8%	8.4%	11.6%	12.5%	12.2%	11.6%
无形资产	348	587	901	766	653	558
非流动资产	3,803	6,368	10,254	10,481	11,637	12,148
% 总资产	10.5%	11.1%	14.0%	13.8%	13.2%	12.5%
资产总计	36,343	57,533	72,998	76,059	88,163	97,498
短期借款	875	1,240	467	16	16	16
应付账款	28,065	47,452	59,905	60,953	74,064	83,856
其他流动负债	743	437	-315	3,738	3,684	3,636
流动负债	29,682	49,130	60,058	64,707	77,764	87,508
长期贷款	6	2	615	615	615	616
其他长期负债	2,639	4,591	2,652	2,652	2,652	2,652
负债	32,327	53,723	63,325	67,974	81,031	90,776
普通股股东权益	3,008	2,245	8,709	8,086	7,086	6,622
少数股东权益	861	189	361	397	444	498
负债股东权益合计	36,343	57,533	72,998	76,059	88,163	97,498

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.436	0.200	1.569	1.186	1.501	1.769
每股净资产	3.681	2.545	8.692	4.035	3.536	3.305
每股经营现金净流	-0.522	6.180	7.347	3.119	4.063	4.347
每股股利	0.240	0.020	0.160	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	66.16%	7.84%	18.05%	29.40%	42.45%	53.52%
总资产收益率	5.50%	0.31%	2.17%	3.11%	3.40%	3.62%
投入资本收益率	48.69%	180.88%	25.69%	26.62%	35.28%	43.81%
增长率						
主营业务收入增长率	429.72%	12.30%	18.87%	6.55%	21.36%	13.44%
EBIT增长率	208.74%	-12.76%	10.09%	10.76%	18.76%	25.38%
净利润增长率	139.68%	-91.16%	793.00%	51.26%	26.51%	17.84%
总资产增长率	275.93%	55.15%	28.91%	4.19%	15.91%	10.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.5	111.5	105.4	106.0	106.0	106.0
存货周转天数	150.0	273.3	332.2	330.0	320.0	310.0
应付账款周转天数	36.9	85.1	121.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	36.8	44.3	65.4	72.7	63.0	53.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-107.04%	-419.42%	-152.68%	-213.70%	-263.11%	-316.85%
EBIT利息保障倍数	-59.4	12.9	19.1	-16.1	-14.7	-16.3
资产负债率	89.31%	95.67%	87.47%	88.91%	91.50%	92.73%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-11	买入	23.79	N/A
2	2010-04-18	买入	23.89	55.00 ~ 55.00
3	2010-10-31	买入	36.28	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室